

<b>Achat</b>	<i>Potentiel</i>	33%
<b>Objectif de cours</b>		<b>3,70 € (vs 3,30 €)</b>
Cours au 10/10/2017		2,79 €
Euronext Paris Comp C		
Reuters / Bloomberg	GRIX.PA / GENX:EN	

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	-2,1%	15,8%	30,4%	-2,8%
Perf Cac Small	21,3%	3,8%	3,9%	31,9%

**Informations boursières**

Capitalisation (M€)	618
Nb de titres (en millions)	22,2
Volume moyen 12 mois (titres)	9 927
Extrêmes 12 mois	2,06 € 3,03 €

**Actionnariat**

Concert Pléiade, familles Poirier et Deconinck	48%
Quaeroc (hedge fund)	7%
Autres	4%
Autocontrôle	0%
Flottant	41%

**Données financières (en M €)**

au 31/03	2017	2018e	2019e	2020e
CA	63,0	70,1	75,0	80,6
var %	7,9%	11,2%	7,1%	7,5%
EBE	3,2	4,6	6,0	7,7
%CA	5,0%	6,6%	8,0%	9,6%
ROC	2,0	3,5	4,8	6,3
%CA	3,2%	5,0%	6,4%	7,9%
RNPG	-0,2	1,7	2,6	3,7
%CA	-0,3%	2,5%	3,5%	4,5%
Bnpa (€)	-0,01	0,07	0,10	0,14
ROCE (%)	4%	2%	4%	6%
ROE (%)	3%	0%	4%	6%
Gearing (%)	16%	7%	0%	-9%
Dette nette	2,4	6,2	2,7	0,0
Dividende n (€)	-			
Yield (%)	-			

**Ratios**

	2017	2018e	2019e	2020e
VE/CA (x)	12	11	10	0,9
VE/EBE (x)	24,7	17,0	12,6	9,3
VE/ROC (x)	38,6	22,4	15,8	11,3
PE (x)	ns	41,6	27,7	19,7

**Analyste :**

Eric Secler  
01 44 70 20 78  
esecler@elcorp.com

**Generix**

Edition de logiciels

**Feedback visite de site: un ton offensif. OC relevé à 3,70 € (vs 3,30 €)****Une ambition retrouvée**

Lors d'une visite de site qui s'est déroulée le 10 octobre dans ses locaux parisiens, Generix a tenu à faire le point sur sa stratégie, ses perspectives ainsi que sur ses objectifs financiers à court/moyen terme. Après deux exercices de recul de la marge, le management s'est montré rassurant et a délivré plusieurs messages encourageants pour l'avenir, avec en toile de fond, l'amélioration des résultats.

**Une stabilisation des dépenses et un redressement des marges**

Si Generix entend poursuivre ses investissements à court terme (enveloppe de 4,5 M€ jusqu'en 2020 pour homogénéiser sa plateforme technologique), nous comprenons que l'essentiel de l'effort a été concentré sur les deux derniers exercices. Les moyens conséquents engagés en vente et marketing (17,5 M€ en 2016/17 (28,5% du CA) vs 9,6 M€ en 2012/13 (15,2%)) pour redimensionner son dispositif lui ont permis d'étendre la couverture géographique de son marché par trois. La volonté affichée de stabiliser les dépenses dès cette année laisse par conséquent entrevoir un redressement notable de la marge en 2017/18.

**L'international, un relais de croissance naturel**

Relativement peu exposé à l'international par le passé (26% du CA 2013-14), Generix génère aujourd'hui 35% de son activité hors de France. Cette évolution traduit les efforts consentis ces dernières années, permettant à la société de couvrir actuellement 75% de son marché à travers ses 8 filiales. A l'avenir, elle entend concentrer ses moyens sur le marché Nord-américain (50% du marché mondial), comme en témoigne l'acquisition de l'éditeur canadien Sologlobe (6 M CAD) en septembre 2016. Alors que l'international représente ≈50% des nouvelles signatures sur les 12 derniers mois, nous estimons que le potentiel de croissance est loin d'être épuisé.

**Des objectifs financiers ambitieux**

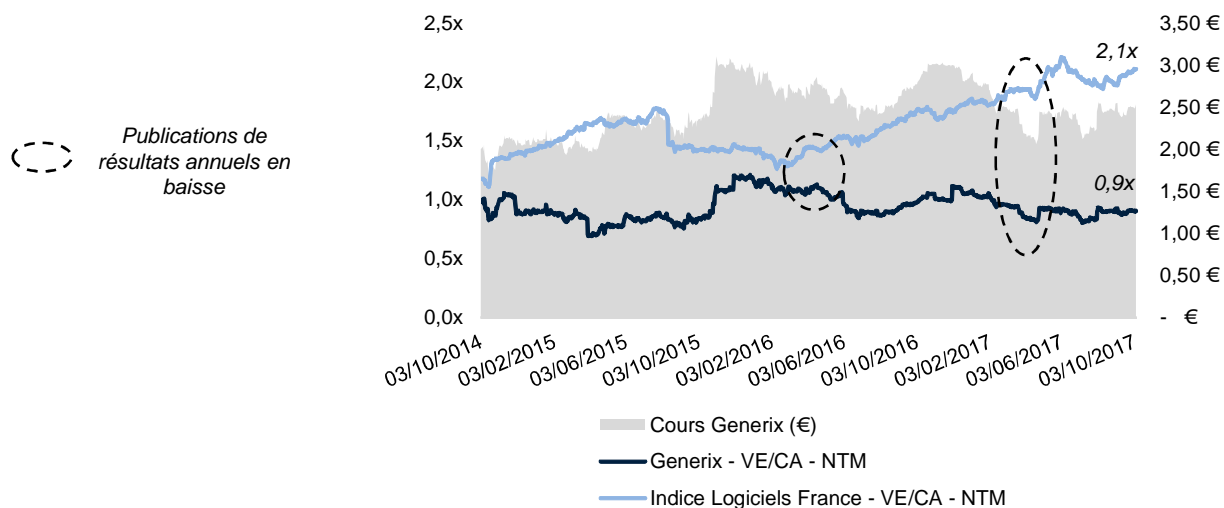
Avec un ton résolument offensif, le management a communiqué ses ambitions financières pour les prochains exercices. Il se fixe, entre autres, une croissance à deux chiffres de son CA jusqu'en 2020 qui s'appuiera sur: 1/ une accélération du SaaS et 2/ le développement à l'international.

En parallèle, le management table sur une amélioration sensible de sa profitabilité. Compte tenu de l'évolution à deux vitesses du mix produits (croissance soutenue dans le SaaS et faible progression de la maintenance et des licences), nous adoptons une approche plus conservatrice sur le CA à ce stade mais relevons néanmoins nos estimations (TCAM du CA 2018-20 à +7,8% vs +5,8% précédemment). Nous sommes en revanche plus optimistes concernant l'évolution de la marge et tablons sur une MOC de 5,0% en 2017/18 et de 6,4% (vs 6,2%) l'exercice suivant. A horizon 3 ans, nous sommes confiants quant à la capacité du Groupe à revenir sur les niveaux enregistrés en 2014/15 (≈8% de MOC).

### Un bon point d'entrée pour une valorisation attractive

Depuis son plus haut à 3,10 € enregistré le 02/11/2015, le titre Generix accuse une baisse de -10% à 2,79 € (cours de clôture au 10/10/2017). La déception générée par la baisse de la marge, en lien avec l'accroissement des investissements a fortement pesé sur le cours. Alors que le secteur se paie aujourd'hui plus de 2,0x le CA, Generix stagne à 0,9x. Autrement dit, le titre subi une décote de près de 60% vis-à-vis de ses pairs, un niveau qui nous paraît injustifié compte tenu : 1/ de la qualité des fondamentaux et du positionnement, 2/ du potentiel de redressement des marges et 3/ de l'aspect spéculatif. **Au regard de la performance de l'action depuis le début de l'année (-2,1% vs +21,3% pour le CAC Mid & Small) et de sa faible valorisation, le cours actuel constitue, selon nous, un bon point d'entrée.**

### Cours et VE/CA de Generix vs échantillon Logiciels



source : Factset au 10/10/2017

**Synthèse de la valorisation**

Méthode de valorisation	Valorisation des capitaux propres (M€)	Valorisation par action
DCF	85,8	3,87 €
Comparables	80,3	3,62 €
<b>Valorisation retenue</b>	<b>83,1</b>	<b>3,70 €</b>
<b>Potentiel</b>		<b>33%</b>

**Recommandation**

Par conséquent, nous relevons notre objectif de cours à 3,70 € (vs 3,30 €). Cette dernière se base sur une moyenne équipondérée entre un DCF et des comparables boursiers. Le potentiel de hausse, qui ressort à 33%, nous incite à conserver notre opinion à l'Achat sur la société.

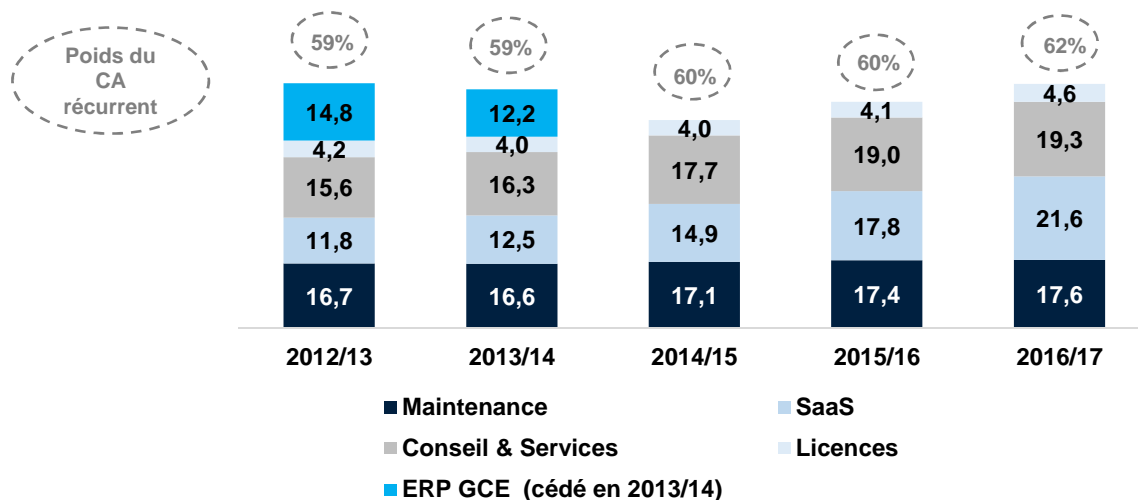
## Points clefs

Generix est un éditeur de logiciels dédié aux acteurs de l'écosystème du commerce et de l'industrie : les distributeurs grande consommation (60%), les prestataires logistiques (20%) et les industriels (20%). Son offre se compose de 3 gammes : 1/ Generix Collaborative Supply Chain dédiée à la gestion de la chaîne logistique, 2/ Generix Collaborative Integration, destinée à la collaboration entre les acteurs de l'écosystème via des solutions dédiées à l'optimisation des échanges dématérialisés, et 3/ Generix Collaborative Customer dédiée au marketing des ventes.

Sur l'exercice 2016/17, les 3 gammes ont généré un CA de 63,0 M€ en croissance de +7,9% (+4,1% organique). Historiquement basé sur un business model licences / maintenance, aujourd'hui Generix met en avant ses 3 offres produits sur le modèle SaaS, un modèle beaucoup plus souple pour le client. Generix se positionne au carrefour de marchés porteurs : croissance attendue des dépenses logicielles dans les outils collaboratifs, la gestion des processus métiers et notamment de la chaîne logistique, et du traitement des données informatisées, avec pour principale tendance de fond le SaaS. Fort de ce constat et en tant que pionnier du modèle SaaS dans la supply chain, Generix accélère aujourd'hui son développement sur ce business model, en France et à l'international.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pionnier des logiciels de supply chain en mode SaaS</li> <li>• Un modèle économique mixte SaaS (34%) et licences (7%) / maintenance (28%)</li> <li>• Récurrence du CA à hauteur de 62%</li> <li>• Des fondamentaux financiers solides</li> <li>• Une politique R&amp;D dynamique : 12% à 13% du CA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Recours limité à la vente indirecte</li> <li>• Structure de coûts fixes importante</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Des tendances de fond porteuses : le SaaS, les outils collaboratifs, le traitement du Big Data, la gestion des processus métiers comme la Supply Chain</li> <li>• Un marché du logiciel de SCM en hausse de +9,6% en 2016 et de +8,9% par an en moyenne d'ici 2021 dont + 17% pour le SaaS (source : Gartner)</li> <li>• Acquisitions stratégiques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un paysage concurrentiel du logiciel de SCM dominé à hauteur de 50% par 5 acteurs internationaux</li> <li>• Apparition de nouveaux entrants</li> <li>• Baisse brutale des licences qui impacterait directement la marge</li> <li>• Lent basculement de la base de clients on-premise vers le SaaS</li> </ul>

## Évolution de CA par activité depuis 2012/13

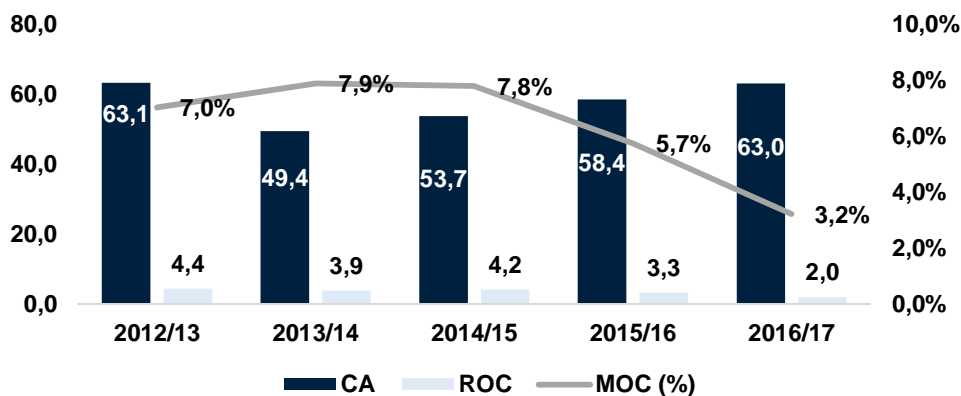


source : société

En constante progression à périmètre constant (TCAM 2012-17 à +6,8% hors ERP GCE), les revenus ont évolué de façon disparate depuis 2012/13:

- **SaaS** (34% du CA 2016/17): premier contributeur au chiffre d'affaires depuis l'exercice 2016/17, le SaaS a connu une progression ininterrompue depuis 2012/13 (TCAM de +16,2% soit ≈+10 M€ de revenus). Compte tenu du rythme des signatures qui alimentent le backlog chaque année mais également du renouvellement des contrats des clients historiques (churn < 5%), nous sommes confiants quant à la poursuite d'une croissance à deux chiffres des ventes sur les 3 prochains exercices.
- **Conseil et services** (31%): intimement liée au développement du SaaS mais pas seulement (≈50% des facturations sont générées par le SaaS), l'activité a connu une évolution favorable depuis 2012/13 (TCAM à + 5,4%). Le savoir-faire de Generix en matière d'implémentation de solutions de supply chain en fait un interlocuteur privilégié, lui garantissant encore de belles perspectives dans cette activité où la récurrence est importante.
- **Maintenance** (28%): avec un TCAM de +1,3% depuis 2012/13, la maintenance assure des revenus récurrents. Dépendante de l'évolution des licences mais aussi des renouvellements (churn faible), nous pensons qu'elle devrait suivre une progression modérée.
- **Licences** (7%): stabilisées autour de 4 M€ jusqu'en 2015/16, les ventes ont connu un léger rebond en 2016/17. Toutefois, cette évolution n'est pas de nature à remettre en cause la transition amorcée depuis quelques années vers le SaaS. Par conséquent, une légère décroissance et, dans le meilleur des cas, une stabilisation, semble le scénario le plus probable à court/moyen terme.

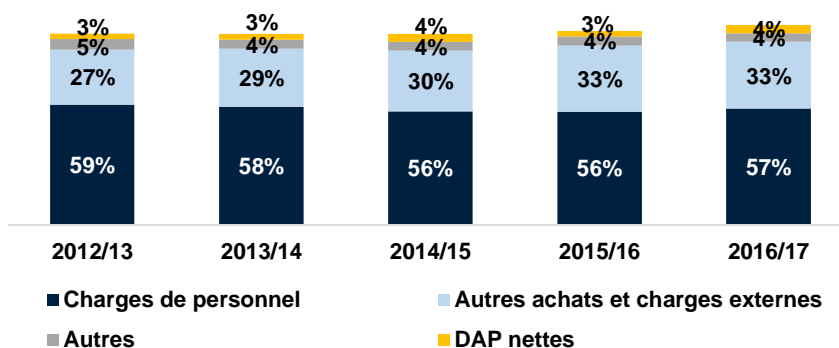
## Évolution du CA et du ROC depuis 2012/13



source : société

Après avoir brillamment redressé ses comptes entre 2009 et 2012 grâce à l'adaptation de sa structure de coûts, Generix a vu sa MOC atteindre un pic à 7,9% en 2013/14 (vs ROC à -5,2 M€ en 2010/11). L'accélération des investissements humains et techniques a toutefois pénalisé la progression des résultats depuis 2 ans, faisant passer la MOC à 3,2% en 2016/17. En effet, fort du succès du SaaS (37,1 M€ de contrats signés sur les 2 derniers exercices), Generix a dû investir dans son infrastructure technique pour soutenir la montée en charge. Cet effort s'est traduit par l'augmentation du poids des achats et charges externes qui représentent désormais 33% du CA (vs 30% en 2014/15). De même, l'effort marketing et commercial a été redimensionné dans le but de conquérir de nouveaux clients. Alors que l'essentiel des investissements semble avoir été réalisé, Generix semble en ordre de marche pour en récolter les fruits sur le plan commercial et ainsi, améliorer ses marges.

## Évolution des principaux postes de charges depuis 2012/13 (% CA)



source : société

### Systeme de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les six prochains mois et sont définies comme suit :

**Achat** : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

**Accumuler** : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Neutre** : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

**Alléger** : Potentiel de baisse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

**Vente** : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

**Sous revue** : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

### Historique des recommandations :

**Achat** : du 11/10/2016 au 29/11/2016 et depuis le 26/04/2017

**Accumuler** : du 30/11/2016 au 25/04/2017

**Neutre (-)**

**Alléger (-)**

**Vente (-)**

**Sous revue (-)**

### Méthodes d'évaluation :

**Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :**

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

### DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Non	Non	Oui

\* Animation boursière comprenant un suivi régulier en terme d'analyse financière

## **Disclaimer**

La présente étude est diffusée à titre purement informatif et ne constitue en aucune façon un document de sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société objet de l'étude.

Cette étude a été réalisée par et contient l'opinion qu'EuroLand Corporate s'est forgée sur le fondement d'information provenant de sources présumées fiables par EuroLand Corporate, sans toutefois que cette dernière garantisse de quelque façon que ce soit l'exactitude, la pertinence ou l'exhaustivité de ces informations et sans que sa responsabilité, ni celle de ses dirigeants et collaborateurs, puisse être engagée en aucune manière à ce titre. Il est important de noter qu'EuroLand Corporate conduit ses analyses en toute indépendance, guidée par le souci d'identifier les atouts, les faiblesses et le degré de risque propre à chacune des sociétés étudiées. Toutes les opinions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis, ni notification.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la société objet de la présente étude, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la société mentionnée dans la présente étude, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière. Les performances passées et données historiques ne constituent en aucun cas une garantie du futur. Du fait de la présente publication, ni EuroLand Corporate, ni aucun de ses dirigeants ou collaborateurs ne peuvent être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Aucune partie de la présente étude ne peut être reproduite ou diffusée de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate. Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, seules les personnes considérées comme « personnes autorisées ou exemptées » selon le « Financial Services Act 1986 » du Royaume-Uni, ou tout règlement passé en vertu de celui-ci ou les personnes telles que décrites dans la section 11 (3) du « Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemption) order 1997 » peuvent avoir accès à ce document. Celui-ci ne saurait être distribué ou communiqué, directement ou indirectement, à tout autre type de personne. Toute personne qui viendrait à être en possession de cette publication doit s'informer et respecter de telles restrictions. De même, cette publication ne peut être diffusée aux Etats-Unis ni à ses ressortissants. Les valeurs mobilières faisant l'objet de cette publication n'ont pas été enregistrées auprès de la Securities and Exchange Commission et envoyer ces études à un résident des États-Unis est interdit.

Il est possible que EuroLand Corporate ait conclu avec l'émetteur sur lequel porte l'analyse financière un contrat en vue de rédiger et diffuser une (ou plusieurs) publication(s), laquelle (lesquelles) a (ont) été relue(s) par celui-ci. Toutefois, le cas échéant, ces publications ont été réalisées par EuroLand Corporate de façon indépendante, conformément à la déontologie et aux règles de la profession.

**EuroLand Corporate**  
**17 avenue George V**  
**75008 Paris**  
**01 44 70 20 80**